

# Aktiemarknadsnämnden

Remissyttrande  
2006-11-29

Justitiedepartementet  
103 33 Stockholm

## **Utkast till Lagrådsremiss (november 2006) Några aktiebolagsrättsliga frågor (Ju2006/2936/L1)**

Aktiemarknadsnämnden har inbjudits att närvara vid hearing rörande ovannämnda förslag. Eftersom nämnden har begränsad möjlighet att delta vid denna hearing ber nämnden att få framföra några synpunkter skriftligt. Nämnden begränsar sina synpunkter till frågan rörande fusioner.

### **Bakgrund**

Aktiemarknadsnämnden har i flera uttalanden framhållit att aktiebolagslagens nuvarande regler om fusioner – i synnerhet när det gäller fusioner med kontantvederlag – har fått en i hög grad otillfredsställande utformning, eftersom förhållandet mellan detta regelsystem och bestämmelserna om uppköpserbjudande med åtföljande tvångsinlösen inte närmare övervägts. För tvångsinlösen krävs innehav av mer än nio tiondelar av aktierna i målbolaget, och lösenbeloppet fastställs genom skiljeförfarande, medan det för kontantfusion krävs endast två tredjedelars majoritet i målbolaget på den beslutande bolagsstämman, och lösenbeloppet fastställs av stämman. I båda fallen kan minoriteten utlösas med kontanter.

Nämnden har i sina uttalanden pekat på de farhågor som uttalats från olika håll att minoritetsaktieägare i ett målbolag genom ett fusionsförfarande alltför lättvindigt kan berövas sina aktier och inte heller kommer i åtnjutande av det opartiska förfarande för fastställande av vederlaget som ett inlösenförfarande erbjuder. Den prisbild som etableras vid förvärv av nio tiondelar av aktierna torde därtill enligt vad nämnden påpekat avsevärt skilja sig från prisbilden när budgivaren förvärvat endast två tredjedelar av aktierna.

I sitt yttrande över den tidigare remitterade departementspromemorian i samma ämne betecknade nämnden det som tillfredsställande att dessa problem uppmärksammats av Justitiedepartementet. Den lösning som föreslogs i nämnda promemoria innebar att det för giltigt beslut om fusion genom s.k. absorption när fusionsvederlaget helt eller delvis utgörs av kontanter skall krävas att beslutet i det överlåtande bolaget har biträtts av aktieägare som företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget, dvs. samma andel som den som gäller för rätt att påkalla tvångsinlösen. Inför en sådan fusion skulle det vidare, om någon aktieägare i överlåtande bolag begär det, inhämtas två oberoende sakkunnigytranden avseende det vederlag

som föreslås i fusionsplanen.

Aktiemarknadsnämnden ansåg det vara en brist i promemorian att olika alternativ till att komma till rätta med problemen inte hade undersökts närmare. Nämnden framhöll att det är utomordentligt angeläget att en reviderad lagändring rörande fusionsreglerna byggs under av en ordentlig utredning. Flertalet inom nämnden bedömde dock olägenheterna av den nuvarande ordningen som så framträdande och önskvärdheten av en snabb lösning som så angelägen att Aktiemarknadsnämnden inte borde motsätta sig förslaget. Detta kunde emellertid i så fall inte betraktas som annat än ett provisorium, och utredningsarbetet måste fortsätta med sikte på en mera nyanserad lösning.

I det nu remitterade utkastet till lagrådsremiss har departementet helt övergett de tidigare förslagen. I stället föreslås nu att minoritetsaktieägare i ett överlåtande bolag skall kunna begära att få sina aktier inlösta i samband med fusion. En tvist om lösenbeloppets storlek skall enligt förslaget prövas av skiljenämnd med möjlighet till överprövning i allmän domstol.

### **Allmänna synpunkter**

Med beklagande måste nämnden konstatera att det fortfarande inte har redovisats någon tillräckligt ingående utredning av problematiken. Bl a saknas en närmare genomgång av de konstitutionella och Europarättsliga aspekterna, i synnerhet när det gäller frågan om den föreslagna lösningen kan antas förenlig med det egendomsskydd som gäller enligt regeringsformen och det första tilläggsprotokollet till Europakonventionen. Detta är enligt nämndens mening tveksamt.

Till detta kommer en annan central aspekt som har särskild betydelse för Aktiemarknadsnämnden. Nämnden har till uppgift att främja god sed på aktiemarknaden. Nämnden eftersträvar därvid bl a att motverka olika slag av missbruk av regelsystemet.

Från de synpunkter som nämnden i enlighet härmed har att bevaka har nämnden fäst sig vid att det såväl i den tidigare departementspromemorian som i departementets utkast till lagrådsremiss på åtskilliga ställen karakteriseras som missbruk av fusionsförfarandet, om detta används för att kringgå de regler till minoritetsaktieägarnas skydd som uppställs i regelverket om tvångsinlösen av minoritetsaktier, där en förutsättning för inlösen är innehav av mer än nio tiondelar av aktierna i målbolaget.

Eftersom fusion enligt både de nuvarande och de föreslagna reglerna endast kräver två tredjedelars majoritet i målbolaget på den beslutande bolagsstämman, skulle man kunna dra den slutsatsen att fusioner definitionsmässigt anses innebära ett missbruk eller att detta åtminstone anses gälla sådana fusioner i vilka majoritetsägaren inte har uppnått 90 %-nivån och kontantvederlag förekommer. Emellertid är detta synbarligen inte departementets mening, eftersom man då borde ha föreslagit en ändring av majoritetskravet för fusion eller ett förbud mot fusioner mot kontantvederlag.

Nämnden kan inte i det remitterade utkastet till lagrådsremiss finna någon närmare analys av i vilka fall en tillämpning av fusionsreglerna enligt departementets mening skall anses innefatta missbruk och i vilka fall en sådan tillämpning skall anses innebära ett lojalt användande av systemet. Utan en analys av detta slag är det mycket svårt att bedöma vilka åtgärder som bör vidtas av lagstiftaren och inom självregleringen. Nämnden har utgått från att departementet som missbruksfall åtminstone i första hand tänker på situationer då att fusion tillgrips i an-

slutning till ett offentligt erbjudande. För nämnden liksom för aktiemarknaden är det emellertid av största betydelse att denna fråga närmare belyses. Nämnden önskar motverka vad som kan betecknas som missbruk och flertalet av marknadens aktörer önskar inte tillämpa ett förfarande som kan rubriceras på sådant sätt.

Om utgångspunkten för departementets överväganden är att motverka missbruk och kringgåenden, måste man också konstatera att de åtgärder som föreslås knappast är tillräckligt verkningfulla. För att tillförsäkras en rättvis behandling i anslutning till en fusion måste en minoritetsaktieägare *dels* vid bolagsstämman i ett överlåtande bolag framställa begäran att få sina aktier inlösta av bolaget innan beslutet i fråga om godkännande av fusionsplanen fattas, *dels* vid omröstning i frågan om godkännande av fusionsplanen rösta emot ett godkännande *dels* inom en månad efter bolagsstämman påkalla skiljeförfarande, om inte moderbolaget gör det. Flertalet minoritetsaktieägare kommer knappast att kunna tillämpa regler av detta slag, vilka i praktiken ofta förutsätter att minoritetsaktieägaren har rättsligt biträde.

Därtill kommer att de värderingsregler som föreslås gälla vid ett skiljeförfarande i anslutning till en fusion är mycket ovissa till sin innebörd. Aktiemarknadsnämnden instämmer i att inte samma värderingsregler som vid tvångsinlösen bör gälla i sådana fusionsfall då moderbolaget inte uppnått 90 %. När det gäller de regler som använts som förebild för de nu föreslagna - aktiebolagslagens bestämmelser om aktieägares inlösenkyldighet vid missbruk (29 kap. 4 §) – saknas emellertid praxis. Det är därför svårt för minoritetsaktieägarna att veta hur skiljenämnderna kommer att resonera och lagmotiven ger endast knapphändig ledning.

Aktiemarknadsnämnden vidhåller således att fortsatt utredning behövs.

### **Tekniska synpunkter**

Om en minoritetsaktieägare har vidtagit alla de åtgärder som krävs för att hans aktier skall lösas in – dvs framställt en begäran vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget, röstat mot fusionsplanens godkännande och påkallat inlösen - förvandlas hans aktie till ett fordringsanspråk (23 kap 18 b § i förslaget). I detta läge måste minoritetsaktieägaren ha ett anspråk på säkerhet för lösenbeloppets erläggande på samma sätt som gäller vid tvångsinlösen av minoritetsaktier. Detta anspråk synes emellertid inte tillgodosett genom förslaget, vilket innebär att minoritetsaktieägarens ställning kan bli prekär: han måste räkna med risken att bli berövad sina aktier utan vederlag. Detta är enligt Aktiemarknadsnämndens mening inte godtagbart.

I fall då en eller flera minoritetsaktieägare framställt begäran vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget och röstat mot fusionsplanens godkännande saknar moderbolaget – dvs det övertagande bolaget – incitament att påkalla skiljeförfarande. Från moderbolagets synpunkt är det en fördel om inlösenfrågan faller, eftersom de berörda minoritetsaktieägarnas aktier då dras in i fusionen på vanligt sätt. Man får därför räkna med att minoritetsaktieägarna i allmänhet blir hänvisade att påkalla skiljeförfarande själva. I det avseendet skiljer sig situationen på ett avgörande sätt från den som föreligger vid tvångsinlösen av minoritetsaktier.

Som förslaget är konstruerat skall i detta läge ett separat skiljeförfarande inledas för varje minoritetsaktieägare utan någon möjlighet att slå samman förfarandena. Inte heller lagen (1999:116) om skiljeförfarande ger möjlighet till en sådan sammanslagning. Gemensam handläggning kan kanske ändå i praktiken åstadkommas i sådana fall då minoritetsaktieägarna kan enas om en skiljeman, men erfarenheten från tvångsinlösenförfaranden visar att detta endast sällan inträffar.

I den mån inte förfarandena undantagsvis kan handläggas gemensamt är det mycket tveksamt om det finns möjlighet att använda samma skiljemän i de olika förfarandena, eftersom jävsfrågor då uppstår. En skiljeman som har deltagit i ett avgörande torde nämligen få anses ha bundit sig för det då bestämda lösenbeloppet på ett sådant sätt att han inte har möjlighet att medverka i ett annat förfarande rörande samma fråga.

Detta betyder att det, om fusionen avser ett börsbolag eller ett annat bolag med spritt aktieägarande, kan komma att behöva inledas ett mycket stort antal – kanske hundratals - skiljeförfaranden med olika skiljemän. Detta är knappast praktiskt genomförbart och riskerar att vålla förvirring, eftersom de olika skiljenämnderna kan tänkas komma till vitt skilda resultat när det gäller lösenbeloppet. Om förslaget vidhålls bör reglerna därför konstrueras på det sättet att moderbolaget i ett sammanhang och vid samma skiljenämnd kan föra talan mot de minoritetsaktieägare som påkallar inlösen.

### Slutsatser

Förslaget är enligt Aktiemarknadsnämndens mening behäftat med sådana svagheter att det inte är lämpligt som ett provisorium i avvaktan på resultatet av en närmare utredning av fusionsfrågan. Det har visserligen förebild i den finska lagstiftningen, men i Finland har denna lagstiftning enligt uppgift inte i praktiken använts i sådana fall som förslaget tar sikte på.

Enligt nämndens mening är det emellertid angeläget att provisoriska åtgärder vidtas i avvaktan på att fusionsfrågan blir föremål för fortsatt utredning. Det förslag som lades fram i den tidigare departementspromemorian är – trots de invändningar som kan riktas även mot det förslaget - mera lämpat som ett sådant provisorium än det nu remitterade utkastet till lagrådsremiss.

Nämnden planerar ett uttalande för att åstadkomma återhållsamhet när det gäller fusioner med aktiemarknadsbolag. För nämnden – liksom för marknaden i övrigt – är det önskvärt att det snarast möjligt står klart hur lagstiftningsärendet kommer att drivas vidare.

---

Denna skrivelse har beslutats av undertecknad ordförande efter samråd med andra ledamöter av Aktiemarknadsnämnden.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar



Johan Munck